

分析师：符彩霞

执业证书编号：S0050510120007

Tel: 010-59355977

Email: qiqs@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新
盛大厦7层(100140)

沧州明珠(002108.SZ)

原料成本上升对业绩影响将在下半年减弱

投资要点

● **原材料上涨导致一季报业绩下滑。**2011年一季度下滑的主要原因是原材料价格的突然上涨，从2月下旬原油价格开始大幅上涨，由于公司PE管材、BOPA薄膜等产品处于石化产业链的终端，价格滞后于原材料价格的上涨，导致一季度毛利率较去年下滑了6个百分点。但是一般下半年是产品销售的旺季，公司产品价格还有强烈的上调预期，我们预计公司下半年的生产经营情况会有所好转。

● **PE管材业务仍有增长空间。**公司拥有5.1万吨PE管材产能，包括沧州本部3.6万吨和安徽芜湖1.5万吨。我国城市燃气基础设施等工程项目保证公司在这一市场的业务增长；另外随着市政给排水建设改造的不断推进，给排水PE管材应用仍将快速增长，公司未来新增产能除了满足PE燃气管道领域之外，也可以进一步投放至给排水管道市场。

● **同步拉伸BOPA薄膜供不应求。**目前全国BOPA薄膜产能在6万吨左右，其中同步法BOPA薄膜产能占总量的20%左右，市场处于供不应求的状态；而两步法BOPA薄膜质量差一些，价格也相对便宜一点，当前大部分生产两步法BOPA薄膜企业处于亏损的边缘。公司同步法BOPA薄膜占有80%的市场份额，今后对于同步法BOPA薄膜产能有继续扩张的预期。

● **凭借成功经验拓展锂电薄膜。**目前公司锂电薄膜试验产品已经送检，何时能够形成产能还不确定。公司规划如果只要锂电薄膜有进展的话，会先期投入至小型家电锂电池薄膜领域，长远规划则是进入新能源汽车动力电池市场。预计公司2011-2013年，0.61、0.99、1.18元，“增持”评级。

化工

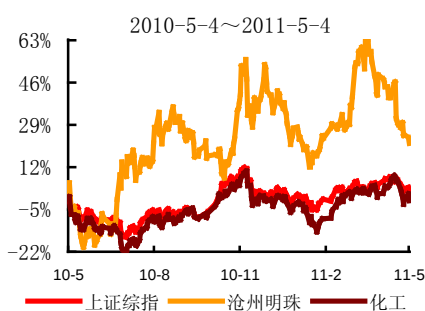
投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	调低
目标价格：	25

市场数据

市价(元)	18.15
上市的流通A股(亿股)	1.65
总股本(亿股)	1.68
52周股价最高最低(元)	11.45-26.99
上证指数/深证成指	2866.02/12070.40
2010年股息率	1.24%

52周相对市场表现



相关研究

《产能扩张，稳步发展》——沧州明珠2010
中报点评 20100824

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1363.08	1814	2293.5	2358.5
增长率(%)	65.00	33.09	26.43	2.83
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	116.06	102.24	165.63	198.06
增长率(%)	13.69	-3.34	61.99	19.58
毛利率(%)	20.77	18.10	20.29	22.02
净资产收益率(%)	19.24	17.92	22.95	21.95
EPS(元)	0.69	0.61	0.99	1.18
P/E(倍)	26.21	30.36	18.24	15.12
P/B(倍)	5.39	5.02	3.97	3.17

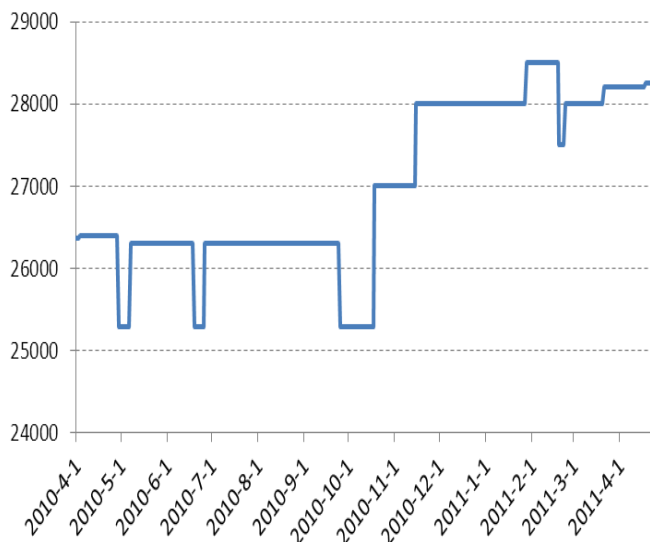
数据来源：公司年报、民族证券

一、原材料上涨导致一季报业绩下滑

近期公司公布的 2011 年一季度业绩报告不尽如人意，虽然营业收入达到 2.6 亿元，同比增长 23.5%，但是净利润下滑了 38.6%。业绩下滑的主要原因是原材料价格的突然上涨，公司库存原材料一般只供 1 个月左右的生产，由于随着地缘政治等突发事件影响，从 2 月下旬原油价格开始大幅上涨，石化产业链下游乙烯、三苯、丁酮等产品价格也逐渐走高。一季度公司所需原材料 HDPE 和尼龙 6 的涨幅分别达到 5%和 1%左右，由于公司 PE 管材、BOPA 薄膜等产品处于产业链的终端，价格传导没有上游产品那样及时，产品价格滞后于原材料价格的上涨，导致一季度毛利率较去年下滑了 6 个百分点。

公司客户大多为国内大型企业，对于所采购的产品品质有一定的要求，所以至少会给公司一定的合理利润，只是一季度成本上升太过迅速，合同价格没有及时调整，而下半年是产品销售的旺季，公司产品价格有强烈的上调预期，我们预计公司下半年的生产经营情况会有所好转。

图 1：尼龙 6 价格走势



资料来源：百川资讯，民族证券

图 2：HDPE 价格走势



资料来源：百川资讯，民族证券

二、PE 管材业务仍有增长空间

公司拥有 5.1 万吨 PE 管材产能，包括沧州本部 3.6 万吨和安徽芜湖 1.5 万吨。目前 PE 管材市场还保持 10%左右的稳定增速，公司 PE 管材收入在燃气和给排水之间的比率为 80%：20%。公司燃气管道客户多为新奥、港华等大型燃气企业，与公司保持稳定的合作关系，我国燃气管网仍处于建设完善时期，城市燃气基础设施，农村用能结构改善等工程项目可以保证公司在这一市场的业务增长。给排水管道市场也十分广阔，由于水价的上涨，传统管材的“跑冒滴漏”造成的浪费逐渐受到关注，PE 管材有着耐腐蚀性能好、不易漏、易于施工和安装等特点。随着城市化进程和市政改造建设的不断推进，给排水 PE 管材应用将会快速增长。公司未来产能逐渐释放，新增部分除了主要满足 PE 燃气管道领域之外，也可以进一步投放至给排水管道市场，所以公司 PE 管道产品需求将会十分旺盛。

公司 PE 管材业务还具有技术优势，是国内唯一一家拥有管材、管件和球阀 3A 认证的企业，并能够为客户提供安装施工服务。由于公司 PE 管材配套设备齐全，技术服务一流，无论

在燃气管道还是给排水管道的新增市场份额中都有望占据领先地位。

三、同步拉伸 BOPA 薄膜供不应求

目前全国 BOPA 薄膜产能在 6 万吨左右，近几年 BOPA 薄膜市场增长速度为 20%，BOPA 薄膜按拉伸工艺可以分为同步法和两步法，其中同步法 BOPA 薄膜产能占总量的 20% 左右，市场处于供不应求的状态；而两步法 BOPA 薄膜产品与同步法相比质量差一些、工艺简单一些，价格也相对便宜一点，当前原材料 PA6 价格处于高位的形势下，大部分生产两步法 BOPA 薄膜企业处于亏损的边缘。

公司同步法 BOPA 薄膜占有 80% 的市场份额，目前产能在 9000 吨，另外在山东有 9000 吨 2 条两步法生产线，今年的产能利用可能达到 110%。目前只有日本一家企业和沧州明珠具有集成同步拉伸 BOPA 膜设备的能力，而公司初始投资成本较日本企业少很多，大概为 1: 2.5，同时 A 级品率可以达到 95% 以上远远超过竞争对手。由于公司在同步法 BOPA 薄膜领域有很大优势，技术成熟，今后对于同步法 BOPA 薄膜产能有继续扩张的预期。

四、凭借成功经验拓展锂电薄膜

目前公司锂电薄膜试验产品已经送检，何时能够形成产能还不确定。公司规划如果只要锂电薄膜有进展的话，会先期投入至小型家电锂电池薄膜领域，长远规划则是进入新能源汽车动力电池市场。

由于公司目前的 BOPA 薄膜拉伸技术、设备集成都是自己探索出来的，当时这些先进技术也是掌握在国外企业之中，和当下锂电池薄膜情况类似。公司作为从事塑料薄膜生产研发 40 多年的领军企业，我们对于锂电池薄膜的开发进展持乐观态度。

五、盈利预测与投资评级

（一）相对估值

附表 1：重要假设表

产 品	2011E	2012E	2013E
燃气、给水管件			
销量(万吨)	5	5.6	6
平均售价（元）	18500	19000	19000
毛利率	19.00%	21.00%	23.00%
波纹管			
销量(万吨)	1	1.75	1.75
平均售价（元）	11000	11000	11000
毛利率	15%	20%	20%
硅胶管			
销量(万吨)	0.6	1	1
平均售价（元）	13000	13600	13000
毛利率	30%	30%	30%
BOPA			
销量(万吨)	2	2.5	2.5

平均售价（元）	35000	36000	36000
毛利率	16%	18%	20%

资料来源：民族证券研发中心

附表 2：盈利预测简表：

单位（万元）	2011E	2012E	2013E
营业总收入	181400.00	229350.00	235850.00
营业成本	148570.00	182811.00	183915.00
销售费用	6349.00	9174.00	9434.00
管理费用	5442.00	7568.55	7783.05
财务费用	2345.00	1438.00	1321.00
资产减值损失	145.12	183.48	188.68
投资净收益	500.00	500.00	500.00
营业利润	15491.94	25095.46	30009.70
营业外收支	0.00	0.00	0.00
利润总额	15491.94	25095.46	30009.70
所得税	3872.99	6273.86	7502.42
净利润	11618.96	18821.59	22507.27
少数股东损益	1394.27	2258.59	2700.87
归属母公司的净利润	10224.68	16563.00	19806.40
每股收益（元）	0.61	0.99	1.18

数据来源：民族证券研发中心

预计公司 2011-2013 年，0.61、0.99、1.18 元，对应动态市盈率 30、20、16 倍。

（二）绝对估值

1. 估值假设

根据下表假设，得到公司 WACC=8.5%，永续增长率 $g=3.0\%$ 。

表 3：DCF 模型基本假设

永续增长率 g	3.00%	市场风险溢价	5.0%
无风险利率	3.00%	边际税率	30.0%
Beta	1.50	付息债务比重	30%

资料来源：民族证券

表 4：公司自由现金流预测

科目（万元）	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
NOPLAT	11340.96	11969.79	13111.55	19662.70	23264.53
资产减值损失	97	134	145.12	183.48	188.68
折旧摊销	3,256	3,407	3,557	3,580	3,699
资本支出	(1,707)	(1,714)	(1,704)	(1,714)	(1,285)
营运资本支出	429	(9,184)	(14,310)	(10,983)	(1,323)
公司自由现金流	13,385	4,578	799	10,729	24,543

资料来源：民族证券

2. 敏感性分析

对永续增长率 g 在 $3.0\%\sim 5.0\%$ ，WACC 在 $6.0\%\sim 10.0\%$ 范围内进行敏感性分析，得出估值结果的合理范围为 20.42~28.2 元。

表 5：公司估值敏感性分析

g/wacc	8.50%	9.50%	10.50%	11.50%	12.50%
3.0%	29.25	24.65	21.16	18.42	16.23
3.5%	31.55	26.30	22.39	19.36	16.97
4.0%	34.27	28.20	23.78	20.42	17.78
4.5%	37.54	30.42	25.37	21.60	18.69
5.0%	41.53	33.05	27.20	22.94	19.71

资料来源：民族证券

综合两种估值方法，我们给予公司目标价位 25 元，“增持”评级。

六、风险因素

- 1、原油价格大幅上涨，行业景气度下降。
- 2、产能扩张有限。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	71952	86334.81	113169.53	129079.53
现金	15977	31051.93	44169.49	58850.01
应收账款	19,238.70	23358.36	29532.74	30369.73
其它应收款	3,095.21	2981.92	3770.14	3876.99
预付账款	1,203.30	2484.93	3141.78	3230.82
存货	23,948.94	26457.67	32555.38	32751.99
其他	0	0	0	0
非流动资产	46729	22503.05	21472.93	19605.34
长期投资	4,134.36	6100	6600	7100
固定资产	38,648.38	14062.38	12196.62	9783.52
无形资产	3065	1070.86	1070.86	1070.86
其他	4,134.36	1269.80	1605.45	1650.95
资产总计	118,682.03	108837.85	134642.47	148684.87
流动负债	45,583.92	28104.55	31322.28	31417.35
短期借款	25,690.00	15450.00	15750.00	15750.00
应付账款	14,207.98	7326.74	9015.34	9069.78
其他	5685	5327.81	6556.95	6597.57
非流动负债	10000	7000	5000	0.00
长期借款	10000	7000	5000	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	55,583.92	28140.83	31368.15	31464.52
少数股东权益	2,787.42	50890.02	61787.94	58004.58
归属母公司股东权益	60,310.68	57947.83	72854.53	90680.29
负债和股东权益	118,682.03	108837.85	134642.47	148684.87

现金流量表

单位：万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	6461.05	2449.46	12204.02	25846.93
净利润	12021.57	11618.96	18821.59	22507.27
折旧摊销	3178.24	3556.94	3579.51	3698.57
财务费用	2150.00	2345.00	1438.00	1321.00
投资损失	-400.00	-500.00	-500.00	-500.00
营运资金变动	-9183.70	-14309.72	-10982.91	-1323.10
其它	-186.07	-261.72	-152.17	143.18
投资活动现金流	-1713.75	-1704.45	-1713.75	-1285.48
资本支出	-1713.75	-1704.45	-1713.75	-1285.48
长期投资				
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-5655.07	-3605.84	-2784.71	-3300.34
短期借款	-191.87	-238.38	309.59	1.30
长期借款				
普通股增加	-986.71	-1022.47	-1656.30	-1980.64
资本公积增加				
其他	-4476.50	-2345.00	-1438.00	-1321.00
现金净增加额	-2352.60	13,385	4,578	799

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	136,308.39	181400.00	229350.00	235850.00
营业成本	107,988.91	93680.80	145849.00	179370.75
营业税金及附加	591.99	2721	3440.25	3537.75
营业费用	5,830.90	6349.00	9174.00	9434.00
管理费用	4,759.64	5442.00	7568.55	7783.05
财务费用	2,193.26	2345.00	1438.00	1321.00
资产减值损失	124.69	145.12	183.48	188.68
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	547.93	500.00	500.00	500.00
营业利润	15,366.93	15491.94	25095.46	30009.70
营业外收入	185.72	0.00	0.00	0.00
利润总额	15,552.65	15491.94	25095.46	30009.70
所得税	3,530.75	3872.99	6273.86	7502.42
净利润	12,021.90	11618.96	18821.59	22507.27
少数股东损益	415.50	1394.27	2258.59	2700.87
归属母公司净利润	11,606.39	10224.68	16563.00	19806.40
EBITDA	31501	21039.00	29796.45	34717.95
EPS（元）	0.69	0.61	0.99	1.18

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	64.99%	33.09%	26.43%	2.83%
营业利润	6.36%	-1.11%	61.99%	19.58%
归属母公司净利润	9.05%	-3.34%	61.99%	19.58%
获利能力				
毛利率	20.78%	18.10%	20.29%	22.02%
净利率	8.82%	6.41%	8.21%	9.54%
ROE	19.24%	17.92%	22.95%	21.95%
ROIC	20.87%	16.59%	20.44%	19.94%
偿债能力				
资产负债率	46.83%	30.27%	27.67%	23.48%
流动比率	1.58	2.07	2.61	2.11
速动比率	1.05	1.13	1.57	2.07
营运能力				
总资产周转率	1.60	1.67	1.70	1.59
应收帐款周转率	7.77	7.77	7.77	7.77
应付帐款周转率	20.28	20.28	20.28	20.28
每股指标(元)				
每股收益	0.69	0.61	0.99	1.18
每股经营现金	0.42	0.27	0.73	1.54
每股净资产	3.6	3.87	4.89	6.12
估值比率				
P/E	26.76	31.81	19.64	16.42
P/B	5.40	5.02	3.97	3.17
EV/EBITDA	10.36	15.32	10.49	8.58

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn